

# Seller 与 Cash 并驾齐驱，净收入保持高速增长

——Square2021年三季度报点评

## 核心观点

- **Seller 和 Cash app 净收入均保持快速增长态势，2C 端贡献度近五成。**1) 公司 21 年前三季实现净收入 32.38 亿美元，同比增长 67.79%；实现归母净利润 2.43 亿美元，同比大幅扭亏，公司收入端仍保持强劲增长态势。2) 从净收入构成来看，公司 Seller 生态圈与 Cash App 生态圈净收入同比增速分别为 53.53%、82.97%，占比分别为 51.65%与 48.35%，前三季公司 Cash App 净收入贡献度已经几乎与 Seller 持平(2018 年占比仅为 17.73%)，2C 端仍是公司利润增长的主要驱动因素。
- **GPV 大增助推交易费收入增长，Square Saving/Checking 与 Tidal 贡献增量订购服务收入。**1) 公司 21 年前三季实现交易费净收入为 15.18 亿美元，同比增长 53.94%，主要受益于前三季公司 GPV 同比大增 51.23%至 1,213.92 亿美元。2) 公司前三季实现订购服务收入 15.91 亿美元，同比大增 71.45%。公司于 7 月启动的 Square Saving/Checking 服务以及收购 Tidal 音乐平台均带来增量订购费收入。3) 公司实现比特币做市净收入 1.71 亿美元，同比大增 204.45%，虽然受 Q3 加密货币市场冷却等不利影响致使单季比特币净收入增幅仅 29.47%，但是比特币业务仍是公司未来重要收入增长来源。此外公司 Q3 推出 TBD 比特币开源开发者平台，打开加密货币业务未来增长空间。
- **收购 Afterpay 确定性协议达成，“先买后付”业务启动在即。**公司于 8 月 1 日签订经法庭批准的确定性收购协议，计划于 2022 年一季度完成收购澳洲的“先买后付”巨头 Afterpay。收购方案具体如下：公司将采用股权置换方式(以 0.375 股公司股票或存托凭证购买 1 股 Afterpay 普通股)收购 Afterpay100% 股权，按照 9 月 30 日双方股价计算，收购价值约 266 亿美元。

## 财务预测与投资建议

- 预测公司 21 年 2B 与 2C 端收入分别为 41.04、28.16 亿美元，采用 SOTP 估值法，2B 与 2C 端 21PS 分别为 21.0x、12.0x，公司总目标价值 1312.34 亿美元，维持目标价 288.43 美元。维持公司买入评级。

## 风险提示

- 公司收购进展不及预期；“先买后付”业务增速不及预期；国际化业务发展增速不及预期。

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万美元)	4713.50	9497.58	15777.27	23225.45	29420.96
同比增长	42.91%	101.50%	66.12%	47.21%	26.68%
营业利润(百万美元)	26.56	-18.82	263.02	675.74	1491.42
同比增长	44.95%	44.65%	55.71%	45.32%	29.65%
归母净利润(百万美元)	375.45	213.10	263.94	680.74	1467.78
同比增长	-1076.46%	-43.24%	23.86%	157.92%	115.61%
每股收益(美元)	0.81	0.44	0.52	1.28	2.63
毛利率	0.56%	-0.20%	1.67%	2.91%	5.07%
净利率	7.97%	2.24%	1.67%	2.93%	4.99%
净资产收益率	26.48%	9.69%	8.90%	18.12%	28.31%
市盈率(倍)	263.27	479.86	406.80	165.61	80.65
市销率(倍)	20.97	10.77	6.81	4.85	4.02

资料来源：公司数据。东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

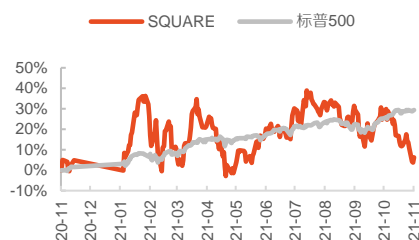


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021/11/26)	212.08 美元
目标价格	288.43 美元
52 周最高价/最低价	197.13/281.81 美元
总股本/流通股(亿股)	4.55/3.92
美股市值(亿美元)	978.27
国家/地区	中国
行业	美股
报告发布日期	2021 年 11 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.99	-17.69	-19.40	6.28
相对表现	-7.26	-20.65	-23.97	-23.04
标普 500	0.27	2.96	4.57	29.32



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 孙嘉庚  
021-63325888\*7041  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520080006

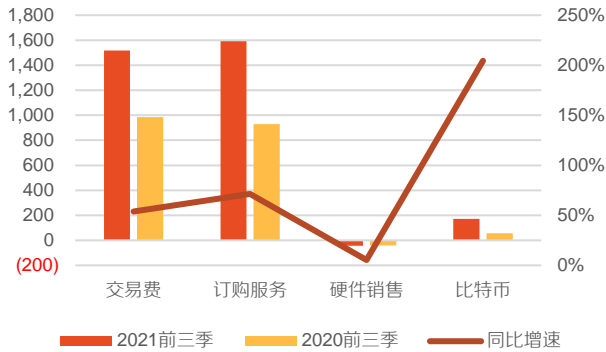
**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060001

**证券分析师** 施静  
021-63325888\*3206  
shijing1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520090002  
香港证监会牌照：BMO306

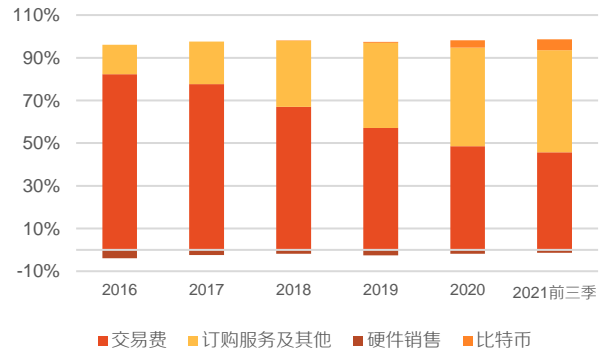
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

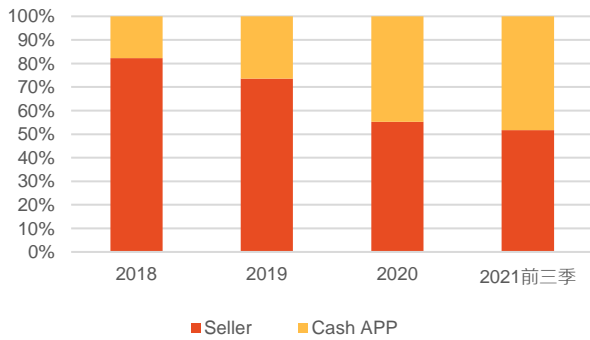
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**图 1：公司各业务板块净收入（百万美元）及同比增速**


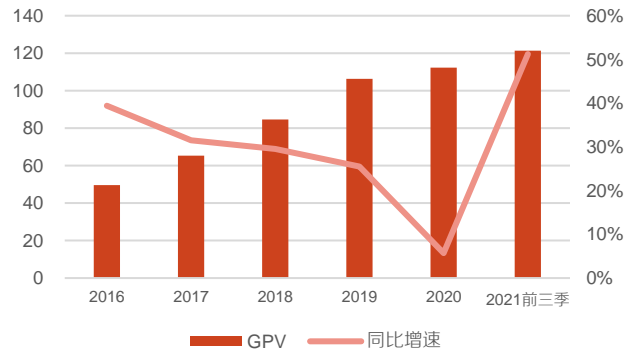
数据来源：公司中报、东方证券研究所

**图 2：2016-2021 年前三季公司净收入结构（利润表口径）**


数据来源：公司中报、东方证券研究所

**图 3：2018-2021 年前三季公司净收入结构（业务条线）**


数据来源：公司中报、东方证券研究所

**图 4：2016-2021 年前三季公司 GPV（十亿美元）及同比增速**


数据来源：公司中报、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						主要比率					
单位: 百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,047	3,158	3,474	3,821	4,203	<b>成长能力</b>					
短期投资	492	695	576	588	620	营业收入	42.91%	101.50%	66.12%	47.21%	26.68%
应收账款	589	1,025	1,230	1,476	1,771	营业收入-交易费	24.67%	6.94%	19.18%	19.36%	15.71%
客户资金-流动资产	676	2,038	2,445	2,934	3,521	订购服务及其他收入	74.32%	49.24%	68.12%	45.26%	27.57%
待作转售的贷款	165	463	694	972	1,263	计算机硬件销售收入	23.36%	8.46%	30.03%	25.68%	22.70%
其他流动资产	250	383	766	1,149	1,724	比特币收入	210.15%	785.15%	100.00%	60.00%	30.00%
固定资产-物业及设备	149	234	257	283	311	营业支出	41.58%	139.54%	70.32%	47.90%	25.60%
商誉	266	317	348	383	422	毛利	44.95%	44.65%	55.71%	45.32%	29.65%
购入的无形资产	69	138	179	233	302	研发费用	34.80%	31.50%	25.24%	36.69%	16.93%
长期投资	537	464	557	668	802	销售费用	51.97%	77.60%	42.18%	39.85%	20.01%
经营租赁使用权资产非流动	113	457	503	553	608	管理费用	28.59%	32.77%	66.12%	47.21%	26.68%
其他非流动资产	196	499	711	1,261	2,383	营业利润	-172.55%	-170.86%	-1497.5%	156.92%	120.71%
<b>资产总计</b>	<b>4,551</b>	<b>9,870</b>	<b>11,740</b>	<b>14,321</b>	<b>17,930</b>	净利润	-1076.46%	-43.24%	23.86%	157.92%	115.61%
应付客户账款-流动负债	1,273	3,009	3,611	4,333	5,200	综合收益	-987.08%	-38.72%	15.57%	155.03%	114.21%
结算应付款-流动负债	96	239	263	290	319	留存收益	-972.51%	-43.24%	23.85%	157.92%	115.61%
预提费用	298	361	329	345	337	留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
经营租赁负债流动	27	53	58	64	70	<b>资产分布</b>					
流动性金融融资	0	464	603	724	796	货币资金/总资产	37.87%	52.65%	50.42%	47.17%	43.08%
长期借款	939	2,587	3,104	3,725	4,470	投资资产/总资产	22.63%	11.74%	9.65%	8.77%	7.93%
经营租赁负债非流动	109	390	429	471	519	应收账款/总资产	12.93%	10.38%	10.48%	10.31%	9.88%
其他非流动负债	94	85	94	103	114	客户资金/总资产	14.86%	20.65%	20.83%	20.49%	19.64%
<b>负债总计</b>	<b>2,836</b>	<b>7,188</b>	<b>8,492</b>	<b>10,055</b>	<b>11,824</b>	其他流动资产/总资产	31.39%	20.49%	28.33%	33.04%	39.13%
股本溢价	2,224	2,955	3,251	3,576	3,934	<b>收入及成本分布</b>					
其他综合收益	2	23	31	42	57	营业收入-交易费	65.37%	34.69%	24.89%	20.18%	18.44%
留存收益	-510	-297	-33	647	2,115	订购服务及其他收入	21.88%	16.21%	16.40%	16.19%	16.30%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,715</b>	<b>2,682</b>	<b>3,248</b>	<b>4,266</b>	<b>6,106</b>	计算机硬件销售收入	1.79%	0.96%	0.76%	0.64%	0.62%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,551</b>	<b>9,870</b>	<b>11,740</b>	<b>14,321</b>	<b>17,930</b>	比特币收入	10.96%	48.13%	57.95%	62.99%	64.64%
						研发费用	14.23%	9.28%	7.00%	6.50%	6.00%
						销售费用	20.28%	33.68%	40.18%	47.07%	48.82%
						管理费用	42.29%	37.63%	37.18%	37.68%	37.41%
						交易及垫款损失	2.69%	1.87%	1.87%	1.37%	0.87%
<b>利润表</b>						<b>净利润驱动指标</b>					
单位: 百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	GPV 增速	25.50%	5.70%	17.92%	14.25%	12.48%
<b>营业收入</b>	<b>4,714</b>	<b>9,498</b>	<b>15,777</b>	<b>23,225</b>	<b>29,421</b>	佣金率	2.98%	3.00%	2.94%	2.94%	2.94%
营业收入-交易费	3,081	3,295	3,927	4,687	5,424	交易费用/GPV	1.92%	1.87%	1.86%	1.84%	1.82%
订购服务及其他收入	1,031	1,539	2,588	3,759	4,796	MAU(百万)	24.00	36.00	47.78	56.72	65.35
计算机硬件销售收入	85	92	119	150	184	人均交易费收入	3.74	7.79	10.00	10.00	10.00
比特币收入	516	4,572	9,143	14,629	19,018	人均SaaS收入	26.48	38.77	50.40	60.48	66.53
<b>营业支出</b>	<b>-2,824</b>	<b>-6,764</b>	<b>-11,521</b>	<b>-17,040</b>	<b>-21,402</b>	比特币收入增速	210.16%	785.16%	100.00%	60.00%	30.00%
研发费用	-671	-882	-1,104	-1,510	-1,765	比特币成本收入比	98.41%	97.88%	96.88%	95.88%	94.88%
销售费用	-625	-1,110	-1,578	-2,206	-2,648	<b>获利能力</b>					
管理费用-一般及行政费用	-436	-579	-962	-1,416	-1,794	净利率	7.97%	2.24%	1.67%	2.93%	4.99%
交易及垫款损失	-127	-178	-295	-318	-256	ROA	9.59%	2.96%	2.44%	5.22%	9.10%
收购客户资产摊销	-4	-4	-4	-4	-4	ROE	26.48%	9.69%	8.90%	18.12%	28.31%
数字货币减值	N/A	N/A	-50	-55	-61	<b>每股指标 (元)</b>					
<b>营业利润</b>	<b>27</b>	<b>-19</b>	<b>263</b>	<b>676</b>	<b>1,491</b>	摊薄每股收益 EPS	0.81	0.44	0.52	1.28	2.63
处置集团的损失或收益	373	0	0	0	0	每股营业收入	10.11	19.70	31.16	43.69	52.71
利息及其他收入(支出)	-22	-57	-73	-83	-101	<b>估值比率</b>					
其他收入/(支出)净额-经营	0	292	77	97	97	市盈率	263.27	479.86	406.80	165.61	80.65
所得税	-3	-3	-4	-9	-20	市销率	20.97	10.77	6.81	4.85	4.02
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>375</b>	<b>213</b>	<b>264</b>	<b>681</b>	<b>1,468</b>						
其他综合收益	8	22	7	11	15						
<b>综合收益总额</b>	<b>383</b>	<b>235</b>	<b>271</b>	<b>692</b>	<b>1,482</b>						

资料来源: WIND、东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)